

To jeszcze nie stagflacja

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Tydzień na rynkach rozpoczął się względnie spokojnie, w oczekiwaniu na decyzję EBC oraz dane inflacyjne z USA. Złoty ponownie stracił, ale nie był jedyną walutą w regionie, która traciła na wartości – w podobnej skali osłabiała się czeska korona. Zyskiwał natomiast forint. Krzywa rentowności krajowych obligacji nadal się wystramiła za sprawą głębszego spadku rentowności na krótszym końcu.
- Dziś poznamy wrześniowy indeks ZEW, mierzący oczekiwania niemieckich analityków i inwestorów. Konsensus wskazuje na spadek po nieznacznym wzroście w sierpniu.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **EUR:** Długo wyczekiwana aktualizacja prognoz gospodarczych Komisji Europejskiej, istotna w kontekście wyniku czwartkowego posiedzenia EBC, nie przyniosła dużych rewizji. Inflacja HICP w strefie euro w 2023 ma wynieść 5,6% r/r (rewizja w dół o 0,2pp), a w 2024 powinna się obniżyć do 2,9% r/r (rewizja o +0,1pp). Dynamika PKB w strefie euro ma wzrosnąć z 0,8% w 2023 do 1,3% w 2024. W obu latach prognozowany wzrost PKB jest o 0,3pp niższy od wcześniejszych szacunków. Wsparciem wzrostu w 2024 będzie spadek inflacji i odbudowa realnych dochodów przy stabilnej sytuacji na rynku pracy, podczas gdy prognozy KE dot. popytu zagranicznego pozostają ostrożne. Rewizje prognoz wynikają głównie z napływu nowych danych, a założenia i scenariusz prognostyczny nie zmieniły się znacząco.

Spośród 6 największych gospodarek UE, dla których wczoraj KE opublikowała prognozy, spadek PKB w 2023 oczekiwany jest tylko w Niemczech (o 0,4%), a najwyższy wzrost zaobserwujemy w Hiszpanii (2,2%). W Polsce w 2023 przewidywany jest wzrost PKB o 0,5% (rewizja w dół z 0,7%), a w 2024 ma nastąpić poprawa koniunktury i przyspieszenie wzrostu do 2,7%. Wsparciem będą konsumpcja i inwestycje.

P.Gentiloni (komisarz ds. gospodarki) komentując prognozy zaznaczył, że UE nie mierzy się jeszcze ze stagflacją. W jego ocenie spowolnienie gospodarcze jest - jak na skalę wyzwań - umiarkowane, a wzrost PKB w 2024 powinien przyspieszyć.

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

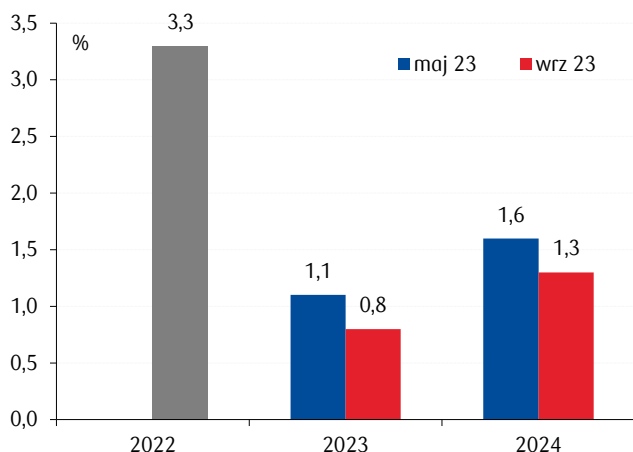
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

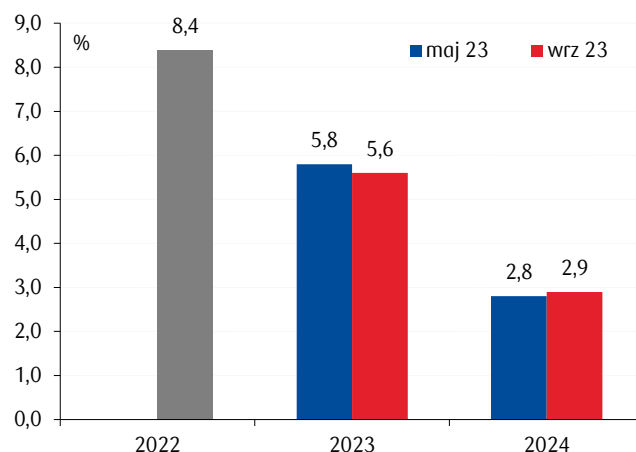
	Wartość 2023-09-11	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6478	0,8
USDPLN	4,3251	0,5
CHFPLN	4,8518	0,6
GBPPLN	5,3979	0,3
EURUSD	1,0746	0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,67	-16
PL5Y	5,03	-9
PL10Y	5,54	-5
DE10Y	2,64	4
US10Y	4,29	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	66 466,1	-0,1
DAX	15 801,0	0,4
S&P500	4 487,5	0,7
Nikkei**	32 729,3	0,8
Shanghai Comp.**	3 144,0	0,0
Surowce:		
Złoto	1921,90	0,0
Ropa Brent	90,64	0,0

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Prognozy wzrostu PKB dla strefy euro wg KE

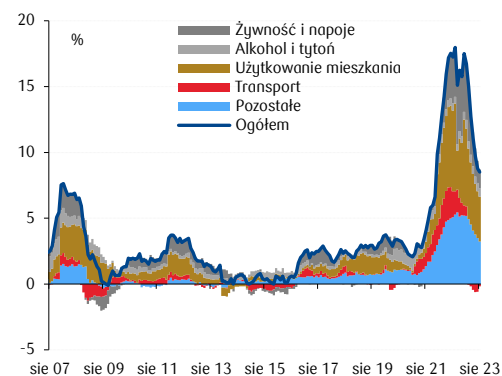


Prognozy inflacji HICP dla strefy euro wg KE



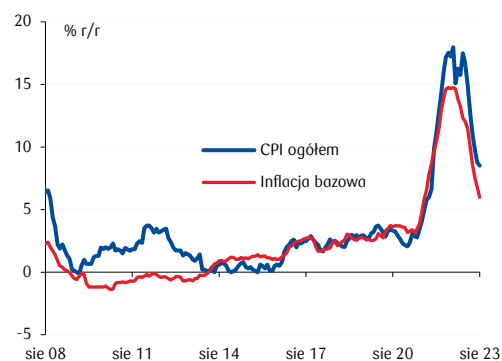
- **POL:** Rząd za pomocą rozporządzenia MKiŚ wprowadził obniżkę cen energii dla gospodarstw domowych o 12%. Obniżka będzie obowiązywać z mocą wsteczną, od początku tego roku (wcześniej proponowana w ustawie o gwarancjach finansowych dla NABE obniżka wynosiła 5%). Minister J.Sasin powiedział, że skala nowej redukcji cen prądu wynika z "oceny sytuacji i możliwości pokrycia kosztów z jednej strony przez środki budżetowe, z drugiej przez spółki energetyczne". Rozporządzenie wchodzi w życie po 7 dniach od ogłoszenia. **Zakładamy, że obniży to inflację od września br. o ok. 0,5pp.**
- **POL:** Na koniec 2q23 liczba wolnych miejsc pracy w Polsce zmniejszyła się o 1,5% q/q i 24,2% r/r. Wolnych miejsc było 113,2 tys. i dysponowało nimi 5,8% podmiotów gospodarki narodowej. **Dane sygnalizują schłodzenie popytu na pracę. Wskaźnik wolnych miejsc pracy (określający udział wolnych miejsc pracy w ogólnej liczbie miejsc pracy, tj. obsadzonych i wolnych) nie zmienił się jednak wobec poprzedniego kwartału i wyniósł 0,9% (a wobec 2q23 spadł o 0,28 pp.).**
- **POL:** **Badanie ankietowe NBP** przeprowadzone wśród Polaków pracujących za granicą w 2022 wskazuje na coraz bardziej długoterminowy charakter emigracji z Polski do Wielkiej Brytanii, Niemiec i Holandii oraz poprawę pozycji Polaków na zagranicznych rynkach pracy. Pomimo procesu niwelowania dysproporcji wynagrodzeń pomiędzy Polską i UE siła nabywczą przeciętnych płac w analizowanych 3 krajach była o 40-80% wyższa niż w Polsce. Podobnie jak w latach poprzednich Polacy pracowali przede wszystkim jako rzemieślnicy i robotnicy wykwalifikowani.
- **CZE:** Inflacja CPI w Czechach w sierpniu obniżyła się (po raz 7. z rzędu), do 8,5% r/r z 8,8% r/r w lipcu, zgodnie z oczekiwaniami. Względem lipca ceny wzrosły o 0,2% m/m. Wynikało to głównie z podwyżek cen paliw (o 7,7% m/m), kosztów użytkowania mieszkania (o 0,5% m/m) oraz cen wyrobów alkoholowych i tytoniowych. Inflację obniżyły natomiast sezonowe spadki cen żywności (w tym warzyw o 6,7% m/m). Silniejszy był wzrost cen usług (0,3% m/m i 9,4% r/r) niż towarów (0,2% m/m i 7,1% r/r). Dane były zgodne z prognozą CNB, przy czym wzrost cen żywności (r/r) był słabszy niż zakładano, a inflacja cen paliw zaskoczyła w górę (spadek r/r niższy niż oczekiwano). **Inflacja bazowa obniżyła się do 6,0% r/r z 6,2% r/r w lipcu.** Komentując wczorajsze dane, CNB zaznaczył, że na początku 2024 inflacja powinna się wyraźnie zbliżyć do celu wynoszącego 2%.
- **POL:** L.Kotecki (RPP) zakłada, że po „dosyć radykalnej i niemieszczącej się w konwencjonalnej polityce pieniężnej” obniżce stóp we wrześniu, RPP zrobi pauzę w październiku. Stwierdził jednak, że nie wie, jaka decyzja zostanie podjęta, RPP nie ma rozpisanych kroków i kolejne decyzje będą kształtowane w oparciu o aktualne dane.
- **POL:** P.Litwiniuk (RPP) powiedział, że decyzja o obniżce stóp we wrześniu była przedwczesna. Według niego inflacja jest nadal uporczywa i daleka od celu.
- **POL:** W.Buda (MRiT) powiedział, że po obniżce stóp procentowych przez RPP o 75pb wciąż aktualne jest rozważanie przez rząd możliwości wydłużenia wakacji kredytowych na początek 2024. Decyzja może zostać ogłoszona w najbliższych dniach.
- **POL:** Państwowy Dług Publiczny na koniec 2q23 wyniósł 1,242 mld PLN, co oznacza wzrost o 2,6% q/q. Zmiana wynikała ze wzrostu zadłużenia podsektora rządowego (+2,8% q/q) i podsektora samorządowego (+0,8% q/q) oraz spadku zadłużenia podsektora ubezpieczeń społecznych (-7,3% q/q). **Relacja długu instytucji rządowych i samorządowych do PKB na koniec 2q23 wyniosła 48,4% (wzrost w porównaniu z poprzednim kwartałem o 0,3pp).**

Struktura inflacji CPI w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI i bazowa w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 8 września						
GER: Inflacja CPI (sie, rew.)	8:00	% r/r	6,2	6,1	--	6,1
GER: Inflacja HICP (sie, rew.)	8:00	% r/r	6,5	6,4	--	6,4
HUN: Inflacja CPI (sie)	8:30	% r/r	17,6	16,2	--	16,4
Poniedziałek, 11 września						
CZ: Inflacja CPI (sie)	9:00	% r/r	8,8	8,5	--	8,5
Wtorek, 12 września						
GER: Indeks instytutu ZEW (wrz)	11:00	pkt.	-12,3	-15,0	--	--
Środa, 13 września						
EUR: Produkcja przemysłowa (lip)	11:00	% r/r	-1,2	-0,4	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip)	14:00	mld EUR	2,431	1,215	1,442	--
POL: Eksport (lip)	14:00	% r/r	1,7	1,3	1,7	--
POL: Import (lip)	14:00	% r/r	-5,8	-6,7	-6,5	--
USA: Inflacja CPI (sie)	14:30	% r/r	3,2	3,6	--	--
USA: Inflacja bazowa (sie)	14:30	% r/r	4,7	4,3	--	--
Czwartek, 14 września						
EUR: Stopa refinansowa EBC (wrz)	14:15	%	4,25	4,25	4,25	--
EUR: Stopa depozytowa EBC (wrz)	14:15	%	3,75	3,75	3,75	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (wrz)	14:30	tys.	216	227	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (sie)	14:30	% m/m	0,7	0,1	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (sie)	14:30	% m/m	1,0	0,4	--	--
USA: Inflacja PPI (sie)	14:30	% r/r	0,8	1,3	--	--
Piątek, 15 września						
POL: Inflacja CPI (sie, rew.)	10:00	% r/r	10,8	10,1	10,1	--
EUR: Bilans handlowy (lip)	11:00	mld EUR	12,5	--	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (sie)	15:15	% m/m	1,0	0,1	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.)	16:00	pkt.	69,5	69,2	--	--

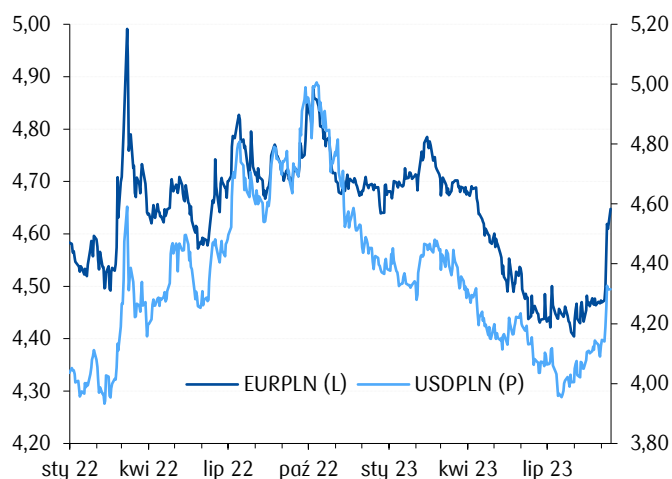
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

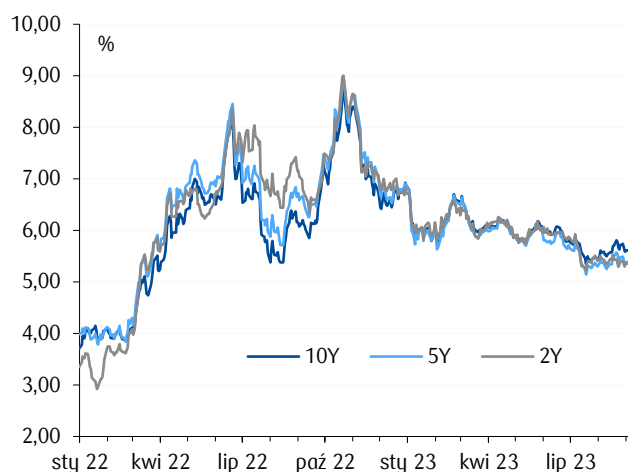
		Wartość 2023-09-11	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6478	0,8	3,9	4,3	-1,1	4,8
	USDPLN	4,3251	0,5	4,3	5,9	-6,7	15,3
	CHFPLN	4,8518	0,6	3,5	4,4	-0,4	18,4
	GBPPLN	5,3979	0,3	3,3	4,3	-0,3	9,2
	EURUSD	1,0746	0,3	-0,4	-1,5	6,1	-9,1
	EURCHF	0,9580	0,3	0,4	-0,1	-0,6	-11,5
	GBPUSD	1,2529	0,3	-0,7	-1,1	7,0	-4,9
	USDJPY	146,42	-0,8	0,0	0,7	2,8	37,8
	EURCZK	24,52	0,6	1,7	1,9	0,0	-7,5
	EURHUF	383,80	-0,3	0,2	-0,3	-3,3	6,7
Obligacje	PL2Y	4,67	-16	-68	-78	-187	453
	PL5Y	5,03	-9	-35	-32	-124	429
	PL10Y	5,54	-5	-7	-4	-35	414
	DE2Y	3,09	2	7	2	180	378
	DE5Y	2,63	3	6	-2	115	332
	DE10Y	2,64	4	6	0	99	310
	US2Y	4,98	0	10	1	141	483
	US5Y	4,41	1	11	5	95	411
	US10Y	4,29	3	10	10	93	357
Akcje	WIG	66 466,1	-0,1	-2,8	-5,2	29,6	30,8
	WIG20	1 941,8	-0,1	-4,1	-7,0	24,3	9,5
	S&P500	4 487,5	0,7	-0,6	-0,1	9,2	30,9
	NASDAQ100	15 461,9	1,2	-0,2	1,7	21,4	33,0
	Shanghai Composite**	3 144,0	0,0	-1,0	-1,1	-3,6	-4,5
	Nikkei**	32 728,7	0,8	-0,6	2,1	14,7	41,7
	DAX	15 801,0	0,4	-0,2	-0,6	17,9	20,6
	VIX	15,81	-2,1	-2,5	-5,8	-37,7	-56,3
Surowce	Ropa Brent	90,6	0,0	1,8	5,1	-3,6	115,8
	Ropa WTI	87,3	-0,3	2,0	5,8	-1,1	119,5
	Złoto	1921,9	0,0	-0,9	0,7	11,1	-0,4

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

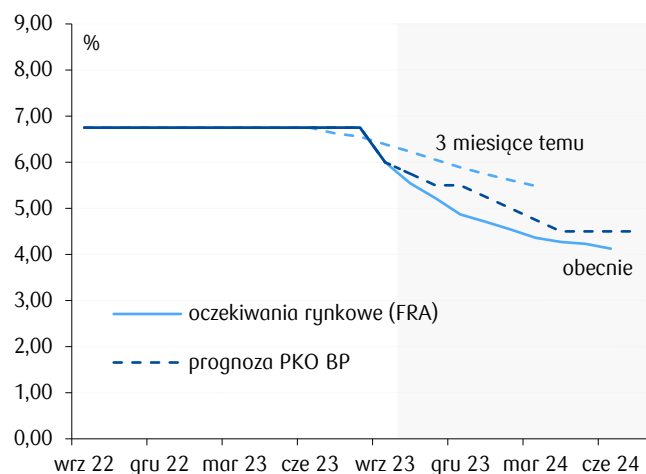
Notowania złotego wobec głównych walut



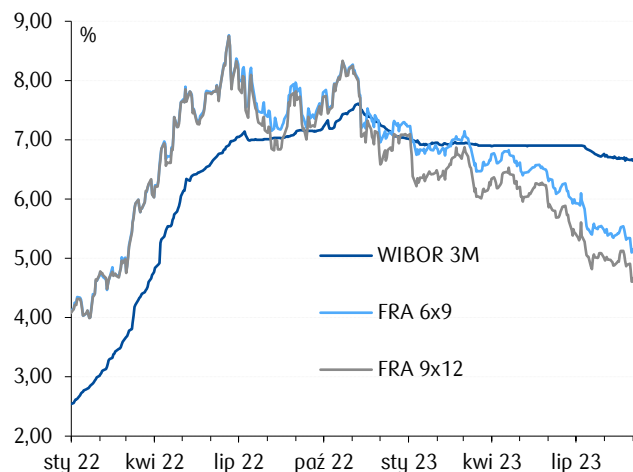
Rentowności polskich obligacji skarbowych



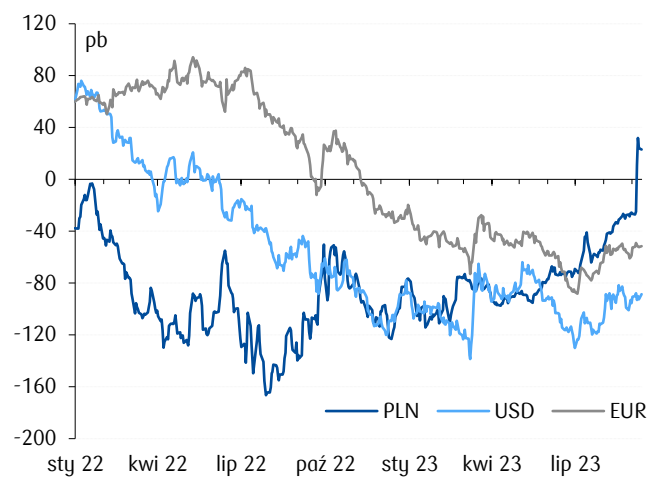
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



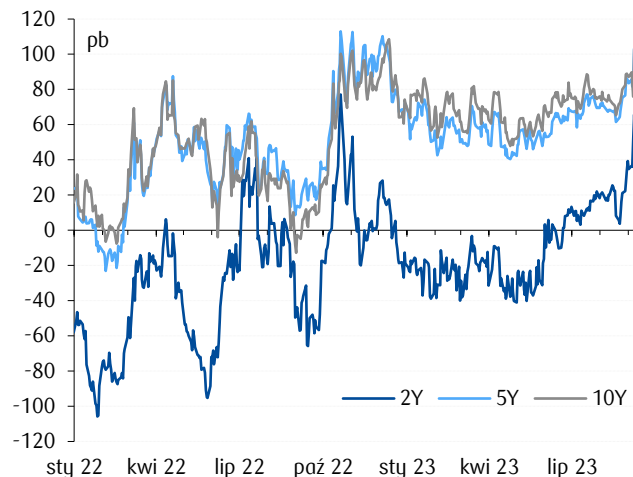
Krótkoterminowe stopy procentowe



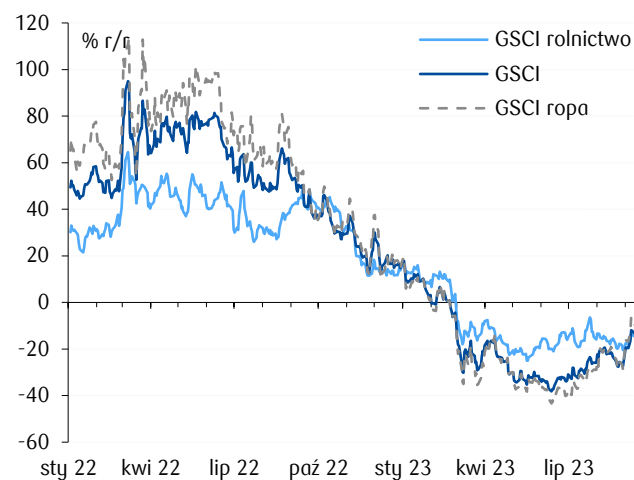
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



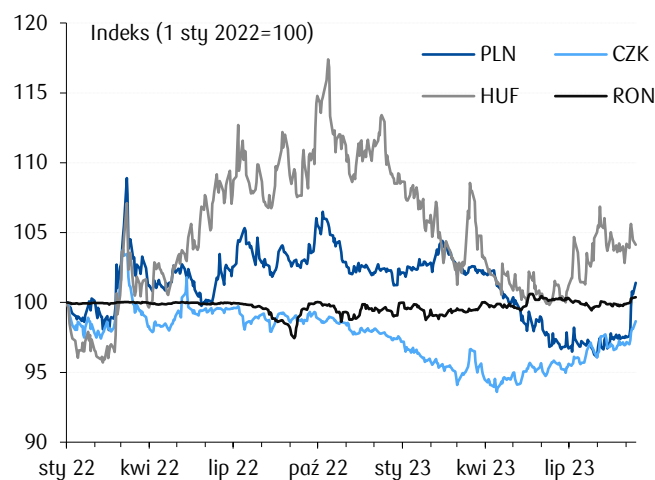
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

